

2019 年 6 月 3 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米中摩擦の逆風再び	2
中国: 米中協議の進展期待が剥落	3
インド: 与党が下院選挙で歴史的大勝	4
インドネシア: 1~3 月期 GDP は小幅に鈍化	5
韓国: KRW の安定化を図る BOK	6
マレーシア: 約 3 年ぶりの利下げを決定	7
フィリピン: 政策金利を 25bp 引き下げ	8
タイ: 1~3 月期 GDP は減速	9
ロシア: ロシア国債の投資妙味が RUB 買い要因に	10
南アフリカ: ZAR の行方は各種改革のスピードが鍵	11
トルコ: 好材料は見当たらない	12
ブラジル: 政策期待から BRL は持ち直しへ	13
メキシコ: 引き続きポジション巻き戻しには注意	14
為替相場見通し	15

国際為替部

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchiki@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

多田 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

香港資金部

シニアアジア FX ストラテジスト

Ken Cheung

ken.cheung@mizuho-cb.com

アジア・オセアニア資金部

シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト

Huani Zhu

huani.zhu@mizuho-cb.com

FX ストラテジスト

Chang Wei Liang

weiliang.chang@mizuho-cb.com

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

ブラジルみずほ銀行

チーフストラテジスト

Luciano Rostagno

luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国：米中摩擦の逆風再び

マーケット・エコノミスト

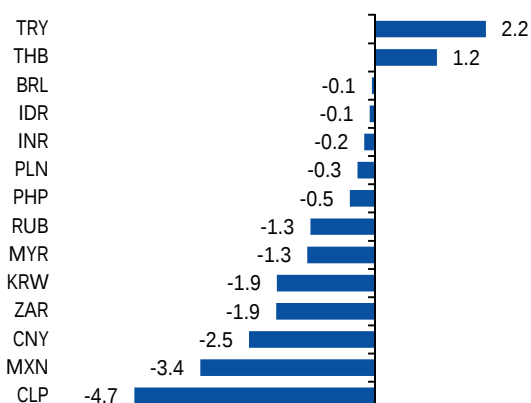
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

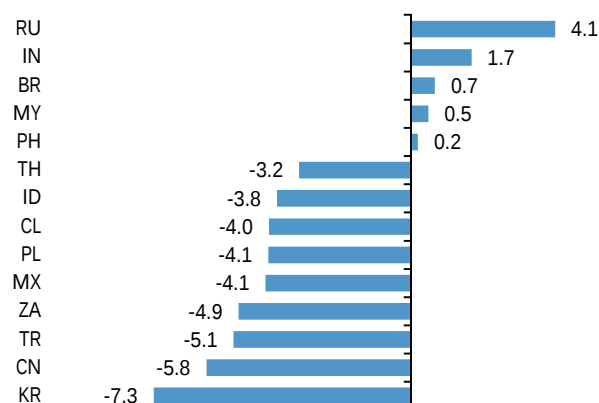
- 5月の新興国通貨は中旬にかけて軟調となった。5日にトランプ米大統領が中国製品に対する輸入関税を引き上げたことを受けて新興国通貨は下落し、13日に中国が報復措置として、6月1日から米国からの輸入品への関税率を引き上げると発表したことから一段と売られた。さらに、15日にはトランプ大統領が中国の通信機器最大手に対する輸出を事実上禁止とする大統領令に署名すると、新興国通貨は値を下げ、その後も上値重く推移した。
- 合意寸前とみられていた米中通商協議は土壇場で決裂した。報道によると、5月9～10日の米中閣僚級協議を前に、中国側がこれまでの交渉を白紙に戻すような合意文書案を提示したからとされる。トランプ大統領は9日、中国の習近平国家主席から「非常に美しい手紙」を受け取ったと述べ、10日にはツイッターへの投稿で、協議は「率直かつ建設的」だったとした上で「中国の習近平国家主席と私自身の関係は引き続き非常に力強い。話し合いは今後も続く」とコメントしており、今後の協議で合意に向かう道は残されている。
- 6月28～29日に大阪で開かれる20か国・地域(G20)首脳会議に合わせて米中首脳会談が実施される可能性が報じられており、事態が打開される可能性がないわけではない。もっとも、これまでの騒動を見ていると、短期間で決着を見ることはやはり難しいと考えておきたい。
- 昨秋以降、米中貿易戦争の深刻化で中国経済の減速基調が強まった。中国当局が景気対策を打ち出したことで、春先から底入れの兆しがみられていたが、今回の米国による追加関税率引き上げに伴い中国経済の底入れは年後半にずれ込むとみられる。アジア地域では、中国を中心とした生産ネットワークが構築されており、中国向け輸出の多いアジア新興国は中国経済減速の影響を受けやすい。
- 特に、ITデジタル機器の製造を得意とする韓国や台湾では輸出の落ち込みが顕著であり、今回、米国が中国の通信機器大手への製品供給を事実上禁じる措置に踏み切ったことで、ITサイクル(シリコンサイクル)の下降局面は続く可能性が高い。米中通商摩擦の激化を受けて、新興国市場から資金が流出しているが、中でも、貿易戦争の当事者である中国に加えて韓国と台湾の弱さが目立っており、各国経済の先行き不透明感が嫌気されているとみられる。先進国の中央銀行がハト派に傾斜していることは下支え要因だが、貿易依存度の高い国を中心に、新興国市場への慎重姿勢が続きそうだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2019年5月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2019年5月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：米中協議の進展期待が剥落

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月のCNYは前月比で大幅続落。2018年12月以来となる6.91台まで下落した。米中協議の不透明感台頭で月初から軟調な展開。協議不調と追加関税率引き上げ、米国による一部禁輸措置が明らかとなり、対立長期化が展望されるにつれ下落幅を拡大した。もっとも、中国人民銀行(PBoC)はCNY相場の安定化を目指す姿勢を明示しており、月後半は6.90前後での横ばいに転じた。
- 米中協議は一部の期待を裏切り、従来通り協議継続の合意にとどまり、むしろ合意の難しさを改めて確認するものとなった。トランプ米大統領は追加関税率引き上げと対象の拡大を決断。中国も追加関税率の引き上げで応じた。
- また、米国は安全保障および外交上の米国の利益に反する事業体を指定するエンティティリストに、中国の大手通信機器企業グループを追加。同リストに掲載された企業への米国製品の輸出には事前許可が必要とされ、事前許可が求められるのは米国企業にとどまらない。足許では、中国の監視カメラ最大手等もこのリストに追加される可能性が報じられている。
- 他方、中国では先端技術の国産化による対抗姿勢をみせており、関連企業には減税措置が検討されている。また、中国企業に不利益をもたらす外国企業のリスト化も検討中だ。このほか、中国が一台供給拠点であるレアアース製品が、米国への対抗措置に利用される可能性もある。米国の中国依存度は高く、検討中の追加関税の対象品目からレアアース製品を除外している。習国家主席が磁石メーカー訪問、国家発展改革委員会の幹部が対抗措置の可能性を示唆する声明を発表する等、市場では警戒感が強まっている。
- 米中ともに強硬姿勢を維持しており、6月のG20サミットで米中首脳会談と事態改善が実現することは期待しにくい。市場の関心は米中対立がどの程度、景気の重しとなりうるかに移った。この点、4月の中国の経済指標は再び軟化、5月製造業PMI等の落ち込みは懸念材料だ。一方で、インフラ投資の拡大、減税と社会保険料の削減等による成長率押し上げ効果は+1.1%pt(みずほ総合研究所)にもなる。財政金融政策の一段の活用の可能性も残る。
- かかる状況下、CNYは年内6.80~7.00のレンジ推移を想定する。追加関税は逆風も、景気の急減速は回避されよう。他方、米中協議の不調で為替条項の思惑はほぼ失われたほか、米国による関税以外の措置の景気への影響がどの程度になるかは不透明だ。PBoCは資本流出を警戒させる事象(CNYの7.00超え)をけん制しつつ、現状水準でのCNYの安定化を目指すと考え。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インド：与党が下院選挙で歴史的な大勝

マーケット・エコノミスト

多田 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 5月のINR相場は底堅い展開。月上旬から中旬にかけては、米中が輸入関税を引き上げるなど貿易摩擦が激化する中でINRは13日に一時70.6台まで下落した。その後は70台前半の推移が続いたが、下院総選挙の出口調査で与党の大勝が示されると、週明け20日にINRは69台前半まで急伸。下旬は米中貿易摩擦への懸念がくすぶる中で、69代後半で揉み合いとなった。
- 5月23日に開票されたインド下院選挙では与党が歴史的な大勝を収めた。改選543議席のうち、モディ首相率いるインド人民党(BJP)は303議席を獲得。前回の282議席を上回り、単独政党が連続して過半数を獲得するのは1984年以来のことである。BJPを中心とした与党連合(NDA)は353議席となり、前回の336議席を超えた。国民会議派(INC)を中心とする統一進歩同盟(UPA)も60議席から90議席に伸ばしたもののNDAには遠く及ばなかった。昨年12月の5つの州議会選挙で与党は全敗するなど、下院選挙でも苦戦するとみられていた。世論調査でも当初NDAは過半数を維持できるか際どい状況であったが、2月末にカシミール地方でテロが起こり、インド空軍がパキスタン領内のテロリスト拠点を爆撃したことで流れが変わった。テロ対策を前面に打ち出してアピールしたことが票の獲得につながったようだ。モディ首相の再選で経済改革の進展が期待されるところだが、上院で過半数割れの「ねじれ国会」であることは変わらない。上院は2年毎に3分の1ずつ改選されるため、与党が上院でも過半数を得るのは2023年頃とみられている。したがって、重要とされる土地収用法や労働法の改正の行方については慎重にみておく必要があるだろう。
- 1～3月期の実質GDP成長率は前年比+5.8%と10～12月期の同+6.6%から減速し、2014年1～3月期以来の低い伸びとなった。2018/19年度(18年4月～19年3月)でみると、前年度比+6.8%と前年度の同+7.2%から減速し、2013/14年度以来の低成長となった。需要項目別では、個人消費は同+8.1%(前年度:同+7.4%)、総固定資本形成は同+10.0%(前年度:同+9.3%)とそれぞれ加速した。他方、政府消費は同+9.2%と前年度の同+15.0%から減速。外需については、輸出は同+12.5%(前年度:同+4.7%)と加速したが、輸入は同+15.4%(前年度:同+17.6%)と輸出の伸びを上回った。
- 下院総選挙で与党が圧勝したことは好材料だが、ねじれ国会である事実はず変わらず、改革の実現に向けたハードルは依然低くない。米中通商摩擦など外部環境は不透明であり、INRは上値の重い推移が続くだろう。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア:1~3月期 GDP は小幅に鈍化

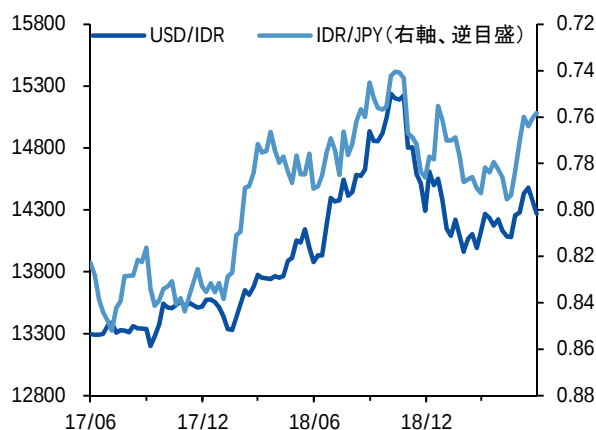
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 5月のIDRは軟化した。月初、14200台前半で推移していたが、米中貿易摩擦への懸念が高まる中14400台まで下落した。21日にジョコ大統領の再選を受けデモが発生し、一時14500台まで売られた。デモの鎮静化と米中貿易摩擦への懸念がやや後退したため、月末は14200台後半で取引を終えた。
- 6日に発表されたインドネシア1~3月期実質GDP成長率は前年比+5.1%と10~12月期(同+5.2%)から小幅に鈍化した。内訳をみると、総固定資本形成(10~12月期:前年比+6.0%→1~3月期:同+5.0%)が減速したことが主因となった。一方、個人消費支出(10~12月期:同+5.2%→1~3月期:同+5.3%)と政府最終消費支出(10~12月期:同+4.6%→1~3月期:同+5.2%)は小幅に上昇した。
- 先行きの成長率は減速するとみられる。自国通貨防衛ため2018年にインドネシア中央銀行(BI)は利上げを実施しており、政府は経常赤字抑制のため、2018年9月から一部製品の輸入にかかる税率を引き上げている。これらの政策の実施が個人消費を中心に内需の伸びを抑制し、今後の景気減速につながる可能性があるだろう。一方、ジョコ現大統領の再選により経済を優先する政策を継続で景気回復も期待されている。
- インドネシア中央銀行(BI)は16日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートを6.00%に据え置いた。BIのペリー総裁は「世界の金融市場とインドネシアの対外要因の安定性を注視し、低インフレと国内経済の成長を支援する必要性に見合った政策緩和の余地を検討していく」と述べた。
- 4月17日に実施されたインドネシア総選挙の公式結果が21日に発表され、ジョコ大統領が得票率55.5%で勝利した。この結果を巡り野党支持者の抗議デモが起き、一部のデモ隊が暴徒化し治安部隊と衝突し死者が出る事態となった。大統領選の敗者となったプラボウォ氏は結果を認めず、支持者に抗議するよう呼びかけるほか、24日に憲法裁判所に異議申し立てをした。憲法裁判所は6月28日に判決を下す予定となっている。今回と同様に、ジョコ大統領とプラボウォ氏の一騎打ちとなった前回2014年の大統領選でも、敗れたプラボウォ氏は憲法裁判所に提訴したが棄却されている。
- 2018年5~11月の間に決定されたBIによる6回、合計175bpの利上げと、経常赤字縮小に向けた政策が実施されていることがIDRを下支えするだろう。

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国:KRW の安定化を図る BOK

マーケット・エコノミスト

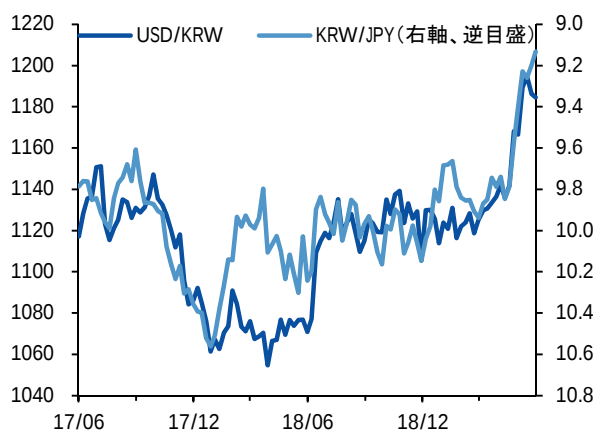
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の KRW は前月比で大きく続落。一時は 2017 年 1 月以来となる 1200 を窺う水準まで売られた。米中協議が不調に終わり、両国は追加関税率の引き上げを表明。米国は中国の通信機器大手を対象とする取引規制も発表し、市場はリスクオフの動きを強めた。また、北朝鮮の挑発行動も KRW には逆風となった。韓国銀行(BOK)のけん制発言により KRW 安は月後半に一服した。
- 輸出額の約 4 割(2018 年)を占める米中の対立激化は、韓国経済への影響も大きい。韓国貿易協会によれば、米国の対中追加関税(検討中の 3,000 億ドル規模の品目含む)の賦課により、韓国の世界向け輸出額は 0.14%以上減少するという。米国は中国の通信機器大手への取引規制も表明、ハイテク機器を巡るサプライチェーンの混乱も懸念される。韓国経済持ち直しのカギとなるいわゆるシリコンサイクルの先行きについて不透明要因が増えた格好だ。
- 輸出というけん引役を欠く中、前期比マイナス成長となった 1~3 月期からの持ち直しも期待しづらい。公的部門以外の雇用増加が鈍く 4 月失業率は 4.1%に上昇、5 月消費者信頼感は再び中立判断(100)を下回った。6 月企業景況判断も製造業、非製造業ともに前月から低下、中立判断を大きく下回ったままだ。
- 経済政策では、従来の所得主導成長路線に変化はなく、補正予算(実質 GDP 成長率を+0.1%程度引き上げ)のほかに特段の対策はみられていない。政権が期待を寄せてきた南北協力事業の再開も実現には程遠い。足許での北朝鮮の動向を考慮すれば、米朝協議の再開すらめどがつかないためだ。
- 国内経済状況の厳しさに外部要因の悪化が加わり、KRW は急速に下落、2 年ぶりの 1200 に接近した。ただ 22 日、BOK のけん制発言が報じられ、ようやく一方向の動きが見直されており、1200 は当局の防衛ラインのひとつとみられる。
- BOK は 31 日、金融通貨委員会において政策金利(7 日物レポ金利)を 1.75%に据え置くと決定。全会一致とはならず、利下げを模索する動きが見え始めた市場では受け止められた。もっとも、李総裁は会見で、米中対立等の外部要因の不透明感に言及しつつ、利下げ期待をけん制。景気面での配慮と通貨の安定化が同時に求められるなか、金融政策の舵取りの難しさを滲ませた。
- かかる状況下、KRW は年内 1140~1200 のレンジ推移を想定する。年後半の半導体市況の底打ちや金融政策による景気下支えの可能性は後退した。経常黒字の縮小で、KRW の実需はマイナス(売り超)幅が拡大している。経済政策の見直しがない限り、BOK が一段の KRW 安をけん制する状況が続こう。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:約3年ぶりの利下げを決定

マーケット・エコノミスト

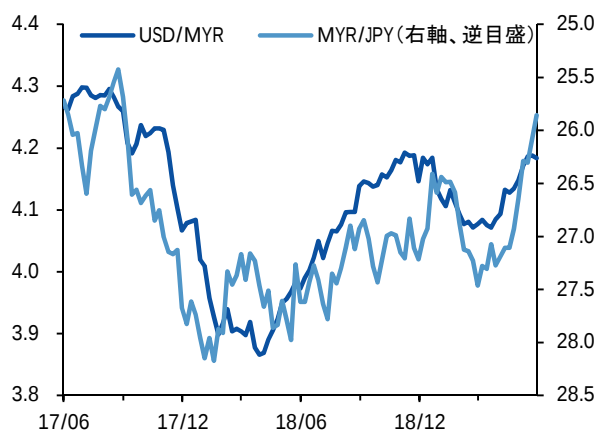
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 5月のMYRは下落した。月上旬は、5日にトランプ米大統領が2,000億ドル相当の中国製品に対する輸入関税を引き上げたことを受けてMYRは軟調に推移。13日に中国が報復措置として、6月1日より600億ドル相当の米国からの輸入品への関税率を引き上げると発表するとMYRはさらに売られた。しかし、16日に発表されたマレーシア1～3月期GDPが予想を上回り、さらにマレーシア中央銀行(BNM)がオンショア金融市場へのアクセスを改善する策を発表したことが好感され一時4.15台まで反発した。しかし直ぐに反落し、米中貿易摩擦への懸念から下旬にかけて4.19台後半の年初来安値をつけている。
- BNMは5月7日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を25bp引き下げて3.00%にすることを決定した。BNMの利下げは約3年ぶりであり、前回3月会合で経済と金融環境にダウンサイドリスクが認められるとの見解を示していたことから利下げ観測が広がっていた。BNMは今回の利下げについて「金融の緩和度を維持することが狙いだ」と説明。「物価安定の下で安定した成長軌道を支援するという金融政策スタンスに沿ったものだ」としている。
- 1～3月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と10～12月期の同+4.7%から小幅に減速した。季節調整済み前期比でも+1.1%と10～12月期の同+1.3%から減速しており、成長の勢いが低下したことが窺える。需要項目別にみると、財・サービス輸出が前年比+0.1%(10～12月期:同+3.1%)と減速した。特に財輸出が同▲0.9%(10～12月期:同+3.1%)と減少に転じたことが成長を下押しした。財・サービス輸入は同▲1.4%(10～12月期:同+1.8%)と減少したため、純輸出の寄与度は+0.9%pt(10～12月期:同+1.0%pt)と小幅な低下にとどまった。輸出の不振に沿う格好で、総固定資本形成は前年比▲3.5%(10～12月期:同+3.5%)と減少に転じた。今回から基準年が2010年から2015年に変更されているが、新基準で遡れる2016年以降で初めての減少となった。個人消費は同+7.6%(10～12月期:同+8.4%)と2四半期連続で減速した一方、政府消費は同+6.3%(10～12月期:同+4.0%)と加速した。先行きについては、ITセクターの不振や米中貿易摩擦の影響などから輸出がさらに悪化するとみられる。輸出の低迷は投資の減速をもたらし、その影響が波及することで個人消費も伸びが抑制される可能性が高い。
- FRBのハト派化がMYRのサポート材料となりそうだが、引き続き米中通商協議の行方や中国の景気減速懸念などがMYRの上値を抑制しよう。

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:政策金利を 25bp 引き下げ

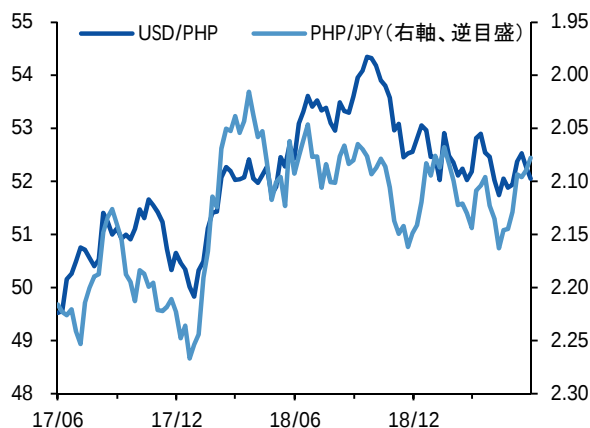
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の PHP は小幅に下落した。月初、51.60 台で推移していたが、フィリピン中央銀行(BSP)が利下げの実施に加え預金準備率の引き下げを発表したことが重しとなり一時 52 台後半まで軟化した。月末は 52 台前半で取引を終えた。
- 9 日に発表された 1～3 月期実質 GDP は前年比+5.6%と 10～12 月期(同+6.3%)から大幅に減速し、2015 年 1～3 月期以来の低い伸び率となった。内訳をみると、政府最終消費支出(10～12 月期:同+12.6%→1～3 月期:同+7.4%)と総固定資本形成(10～12 月期:同+8.5%→1～3 月期:同+5.7%)が減速した上、純輸出(10～12 月期:前年比寄与度▲0.6%ポイント→1～3 月期:同▲2.6%ポイント)がマイナス幅を拡大したことも全体を押し下げた。2019 年度の予算成立の遅れによる財政緊縮が大きく影響した。一方、民間最終消費支出(10～12 月期:前年比+5.3%→1～3 月期:同+6.3%)は加速した。
- 4 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.0%と 3 月(同+3.3%)から鈍化し、引き続きインフレ目標(+2～4%)内に収まった。CPI に占める割合の大きい食品・飲料の伸び率の低下が全体を押し下げた。また、物価変動が大きい食品とエネルギーの一部を除くコア CPI も同+3.4%と 3 月(同+3.5%)から低下している。
- BSP は 9 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ、4.50%にすることを決定した。BSP は食品価格の下落によりインフレ圧力が和らぎ、インフレ見通しに対応しやすい状況が続いているため、利下げを決定したと述べた。BSP は「インフレ期待がさらに軟化した」と指摘し、前回会合(3 月 21 日開催)の「インフレ期待は引き目標レンジ内で安定している」からハト派寄りになったと見られる。また、16 日に BSP は預金準備率を 18%から段階的に 16%に引き下げると発表している。
- 5 月 13 日に行われたフィリピン統一国政地方選挙(中間選挙)の大勢が 14 日に判明し、ドゥテルテ大統領を支持する勢力が上院で圧勝した。政権運営を左右する上院(中間選挙では半数の 12 席が選ばれる)では、ドゥテルテ氏に近い候補が 9 議席を獲得した。また、残り 3 議席も政権寄りの立場を取る候補たちが獲得した。ドゥテルテ大統領は任期後半の 3 年も指導力を維持し、強権体制が続く見通しだ。
- 選挙でドゥテルテ政権が圧勝したことや、FRB のハト派化が PHP をサポートするだろう。しかし、経常収支の悪化が続いているため上値は限定的と考える。

図表 13:フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14:フィリピン総合指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ:1~3 月期 GDP は減速

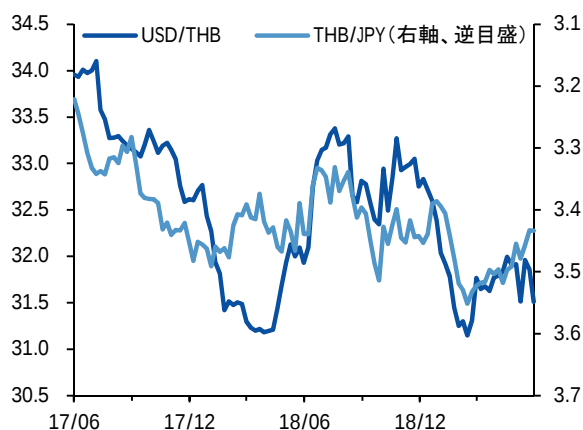
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 5月のTHBは往って来いの展開。月初は31.90台で推移していたが、中旬にかけて上昇し、一時31.40台をつけた。しかし、CNY安が進行する中、タイ1~3月期GDPの冴えない結果などを背景に値を下げ、31.52で越月した。
- 21日にタイ国家経済社会開発委員会(NESDB)が発表した1~3月期実質GDPは前年比+2.8%と10~12月期(同+3.6%)から大幅に減速し、2014年10~12月期以来の低水準となった。内訳をみると、輸出(10~12月期:同+0.7%→1~3月期:同▲4.9%)がマイナスに転じたことが全体を押し下げ、民間最終消費支出(10~12月期:同+5.4%→1~3月期:同+4.6%)や総固定資本形成(10~12月期:同+4.2%→1~3月期:同+3.2%)も減速した。一方、政府最終消費支出(10~12月期:同+1.4%→1~3月期:同+3.3%)は加速した。
- NESDBは1~3月期の結果を受けて、2019年の成長見通しを+3.5~4.5%から+3.3~3.8%に下方修正した。米中貿易摩擦やBrexitといった不確実性の高まりに加え、国内政治を巡る不透明感を引き下げ理由として挙げた。引き続き外需の鈍化が見込まれるため、先行きの成長率は減速すると見込まれる。
- タイ中央銀行(BOT)は8日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.75%に据え置くことを決定した。声明文では、緩和的な政策スタンスは経済成長に寄与しているとした。また、将来の金融の安定にはリスクがあり、引き続き注視していくと述べている。BOTは当面政策金利を据え置くだらう。
- 24日に5年ぶりとなる国会が召集され、25日には下院の議長が選出された。新軍派の「国民国家の力党」と連立を組んでいる民主党のチュアン氏が議長となった。また28日には、26日に実施された再投票を踏まえた最終結果も発表された。この結果比較第1党はタクシン派「タイ貢献党」で136議席、第2党は新軍派「国民国家の力党」が116議席、第3党は反軍政を掲げる「新未来党」で81議席となった。6月5日に上院と下院による首相指名選挙が実施される予定だ。首相は上下院の過半数で決めるが、上院議員は軍政が実質的に任命しており、ほぼ全員がプラユット首相に投票するとみられ、同氏が首相に選ばれる公算が大きい。
- THBはFRBのハト派化を背景に底堅い推移が続きそうだ。他方、米中貿易摩擦への懸念に加え、政治的混乱が継続すれば、THBを下押しするリスクがある。

図表 15:タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16:タイ SET 指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア:ロシア国債の投資妙味が RUB 買い要因に

シニア為替ストラテジスト

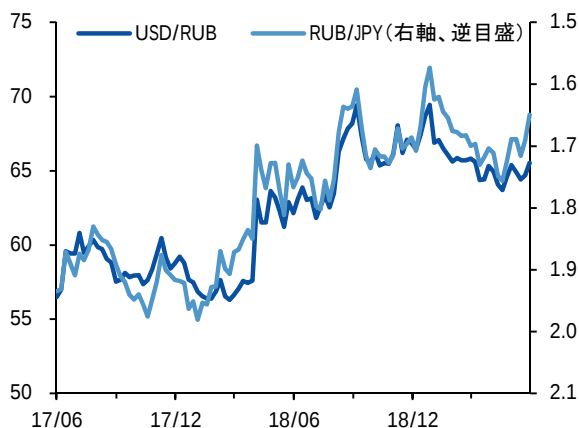
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のRUBは、多少の上下動は見たものの、概ね方向感を欠いた横這い。
- ロシア市場は5月1～5日、9～12日と連休が続き、月初から月央に掛けてRUBは方向感を欠いた膠着を先行させた。
- 並行して主要通貨間では明確な円高が先行したことから、RUBも対円では下落を先行させた。円高の要因はトランプ米大統領による「中国からの輸出品2000億ドル相当に対する関税を25%に引き上げる」との発言(5日)。その後も、中国が対米報復関税導入を発表(13日)、米政権による自動車関税賦課の半年見送り(15日)、トランプ大統領がメキシコからの輸入品に5%の関税を賦課すると発言(30日)など米通商政策は月末まで金融市場を右往左往させる主因となり、最終的にRUBは対円では明確に水準を切り下げた。
- 株価と並行して、世界景気減速と資源需要後退とを巡る思惑は、原油価格を2月来の水準まで引き下げた(ブレント直物)。昨年4月の米による対ロ追加経済制裁導入以来、原油とRUBの連動は著しく低下していたものの、2週間で15%に及ぶ原油急落(同)はさすがに看過することもできず、月末に掛けてRUBは原油に連れ安、ほぼ一方的に水準を切り下げることになった。
- 月末のRUB反落に先駆け、RUBが水準を切り上げていたことで、月を振り返ってRUBは対USD、対EURで概ね横這いに終わったわけだが、その水準切り上げのきっかけは、ポンペオ米務長官のロシア訪問だった。14日、プーチン大統領と会談した同国務長官は、「(会談は)非常に生産的」だったと述べ、米による追加対ロ経済制裁に対する警戒感を低下させた。
- 30日、ロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁は、「引き続き、4～6月期か7～9月期に利下げに踏み切る可能性はある」と述べた。仮に4～6月期に利下げするならば、その機会には6月14日のCBR金融政策委員会ということになるだろうが、現在までに市場の過半は同日の25bp利下げを織り込んでいる。
- 引き続き、金融市場の最大のかく乱要因は米通商政策ということになりそうだが、それが米株の下落という形で逆噴射しているのは皮肉な現実。2020年の再選を目指すトランプ大統領は、今後、株価安定に躍起になるものと見込まれる。中期的には、それは金融市場全般のボラティリティ低下につながる可能性が高いと見るが、高い実質金利と利下げ見通しとを併せ、特に夏場に向け、それはロシア国債への投資妙味を際立たせる要因になるのではないかと。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:ZAR の行方は各種改革のスピードが鍵

シニア為替ストラテジスト

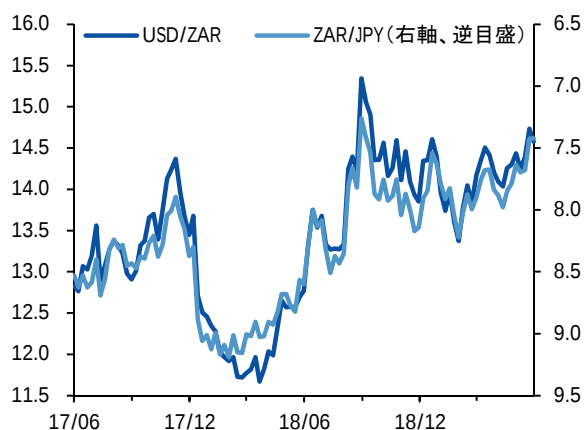
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のZARは、8日の南ア総選挙に前後して一旦水準を切り上げたものの、その後反落。29日には、年初来安値(1月3日の急落)に迫る下押しを見た。
- 総選挙の結果、与党アフリカ民族会議(ANC)が全国得票率57.5%を挙げ、400議席中230議席を獲得した上、9つある州選挙では、接戦が予想されたハウテン州を含む8州での過半数を維持した。
- ANCの全国得票率57.5%は、1994年に黒人が参政権を得て以来の最低で、前回総選挙(2014年)の62.1%からも明確に見劣りしたものの、事前の世論調査結果との比較で、「まずまずの得票」と言える水準だった。一方で、ANCと対立する極左政党経済自由戦士(EFF)の得票率が10.8%と、事前に警戒された程伸びなかったことで、ラマポーザ大統領の党内基盤固めには「合格点」と言える結果と全般的には受け止められた。
- 選挙結果を好感して堅調気味の推移を続けていたZARが、月央に水準を切り下げ始めたのは、ブラチナ急落がきっかけを与えたように見えた。更に22日、発表された南ア4月CPIが市場予想を下振れ、23日の南ア準備銀(SARB)金融政策委員会の金利据え置き決定が3対2の僅差(25bp利下げが2票)で決定されると、更に水準を切り下げた。SARB金融政策に関しては、年内の25bp利下げは現在までに市場に概ね織り込まれた感が強い。
- 28日以降のZAR急落は、遅くとも27日と見込まれた組閣の発表がずれ込んだことが材料視された。組閣の遅れの原因が、ANC内におけるラマポーザ大統領派とズマ前大統領派の調整の難航と受け止められ、ラマポーザ大統領による党内基盤固めに期待した市場に嫌気された。
- 29日夜発表された組閣は、35あった省庁を25に再編、うち19省庁の大臣をラマポーザ派の人材で固めた。マブザ副大統領などズマ前大統領派の残党も閣内に数人残ることになったものの、ラマポーザ大統領が各種改革を推進するには十分な布陣と受け止められ、ZARは反発に転じることとなった。
- 改革の「お膳立て」は整ったわけで、今後、金融市場の注目は南ア電力公社(Eskom)の分社化、補償なしの土地接収(EWC)実施のための憲法改正など、「目を引く」改革にどれだけ迅速に着手、結果を出せるかに集まろう。とりわけ、Eskomに対する政府保証は南ア財政最大のリスク=南ア国債格下げのリスクと見做されており、その財務体質改善は急務と言える。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 好材料は見当たらない

シニア為替ストラテジスト

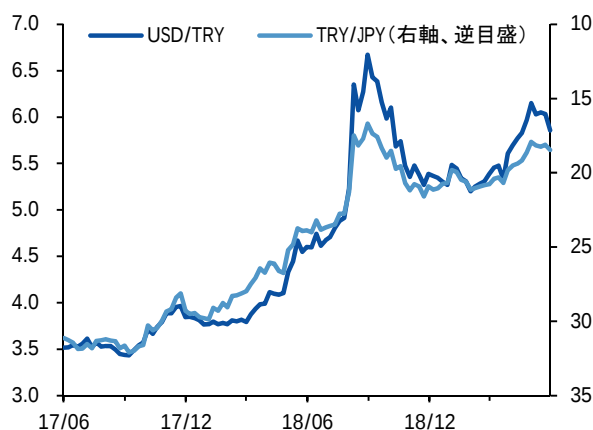
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のTRYは、もう一段の下押し先行から、月末に掛けて若干の反発。
- 対USDの6.00割れ手前の水準に踏みとどまっていたTRYが同水準を割り込み、一気に水準を切り下げたのは6日、トランプ米大統領が中国からの輸入品に対する関税率を10%から25%に引き上げると発表したのがきっかけ。
- また、同日、トルコ高等選挙管理委員会がイスタンブール市長選のやり直しを決定したのもトルコ現地株価の続落とTRY安加速を煽る要因と読まれた。
- トルコ当局は、1週間物レポによる資金供給停止(実質的な利上げ9日)、外為取引に対する0.1%課税再開(15日)、外貨預金に対する準備預金率引き上げ(27日)など矢継ぎ早にTRY安けん制策を投入したが、具体的な効果を上げた形跡はほとんど読み取れなかった。散見された、地場公立銀を経由したTRY買い為替介入が、ほぼ唯一、一定の効果を上げたものと目された。
- ただし、同国の外貨準備残高の乏しさを勘案すると、為替介入が中期的/安定的にTRY安の方向感を変えられる可能性は極めて考え難い。
- 3日発表されたトルコ4月CPIは前年比+19.50%と市場予想を下振れたものの、16日に発表された5月期待インフレ率(翌12か月)は前月の+15.38%から+15.48%へと上伸。トルコ中銀(CBRT)金融政策に対する市場の見方は、引き続き、物価抑制(≒TRY安けん制)には不十分との評価にとどまった。
- 並行して、ロシア製ミサイルシステム(S-400)購入を巡る米との対立に解消の目途が一切立たなかったことも、TRYの重石となった。
- 31日に発表されたトルコ1~3月期GDPは前期比+1.3%と景気後退局面からは脱却したものの、19年通年の成長見通しに関しては引き続きマイナス成長を見込む向きが支配的で、本格的なTRY反発を促す可能性は低い。
- 3月末に行われた地方選に向けて与党が推進した財政支出拡大策の一部が、イスタンブール市長選のやり直しに向けて継続しているのは気掛かり。同国財政収支は、近年に例を見ない勢いで赤字を拡大させている。
- まずは6月23日のやり直しイスタンブール市長選挙の行方に注目したいが、結果がどう転んでも不満はくすぶり、トルコ政局が安定するとは考え難い。
- また、エルドアン大統領周辺が、景気低迷をCBRT(の高金利)に押し付け、金融政策の独立性が脅かされることで、物価高止まりとTRY安の悪循環が更に長期化する可能性も懸念される。

図表 21: トルコリラ(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル:政策期待から BRL は持ち直しへ

マーケット・エコノミスト

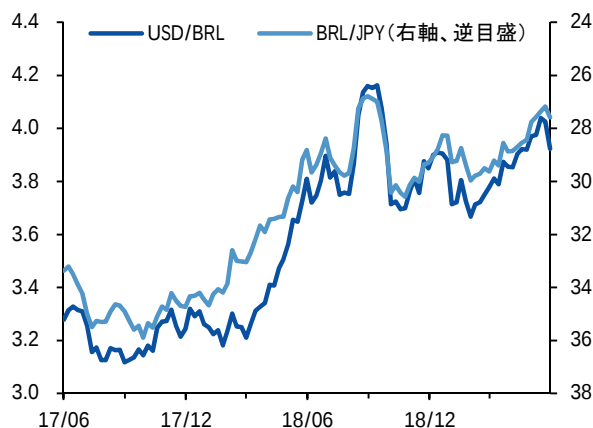
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月のBRLは、一時2018年9月以来の4.12台を試したものの、結局は前月末の3.92台で月末を迎えた。米中協議の不調でリスクオフが台頭。教育予算削減を巡る大規模デモや国際エネルギー機関(IEA)の石油需要見通しの下方修正、軟調な経済指標がBRLの重しとなった。一方、年金改革等の経済政策に対する期待感も残り、月末にかけて下落幅を急速に縮小した。
- 米中協議の不調は追加権税率引き上げの応酬に至っている。企業マインドやサプライチェーンへの影響も加わり、世界景気の下押し材料となりうる。IEAは15日、2019年の原油需要見通しを下方修正したが、主に1~3月期の下振れを反映しており、今後は4~6月期以降についても下方修正が入る懸念がある。他方、協議不調で中国は輸入品の代替調達や一層の景気対策に動くともられ、ブラジルは大豆や鉄鉱石の調達先として恩恵を受ける可能性がある。
- 他方、国内経済は停滞が続く。1~3月期GDPは前期比▲0.2%と9四半期ぶりのマイナス成長に陥った。アルゼンチンの通貨危機と鉱山事故の影響で輸出が落ち込み、投資も鈍化した。また、4月、5月と鉱工業および消費者の信頼感指数は3月比で低下、失業率は上昇した。ブラジル中央銀行(BCB)の週次市場サーベイ(24日時点)では、2019年の実質GDP成長率見通し(中央値)は前年比+1.23%、4月26日時点(同+1.70%)から下方修正が進んだ。
- こうした中、ブラジル中央銀行(BCB)は8日、政策金利を過去最低の6.50%で据え置くことを決定した。足許のブラジル景気の弱含みに言及しつつ、緩やかな回復に向かうとの想定の下、経済状況の評価を続けるとの姿勢を維持した。
- なお、最も重要な年金改革では大きな前進があったわけではないものの、現状案の修正を経て年内成立は可能との見方が報じられつつある。6月10日をめどに行政と議会、司法が年金改革を含む協定を取りまとめる見通しという。また、民営化推進や外資誘致の取り組みも進んでいる。8日、政府はインフラ施設(港湾、空港、高速道路)の運営権の入札計画を発表。落札額は1,333億リアル(名目GDP比2%相当)にのぼる見込み。22日には上院がマドリッド協定書(企業の商標登録・管理の簡便化が目的)への加盟を承認した。
- かかる状況下、BRLは年内3.80~4.10のレンジ推移を想定する。米中協議不調を起点とするリスクオフは一巡。むしろ一部恩恵も期待される点を反映し、BRLは持ち直しに動こう。年金改革をはじめ、民営化推進や外資誘致が進捗するにつれ、BRLの持ち直しペースも加速していくと考える。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ：引き続きポジション巻き戻しには注意

マーケット・エコノミスト

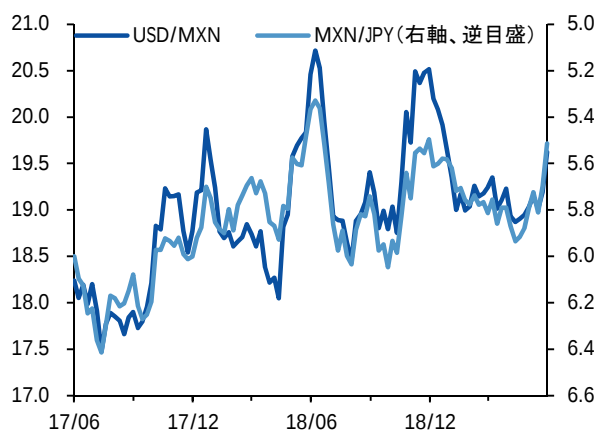
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月のMXNは前月比で大きく下落。米中協議の不調でリスクオフが台頭、月半ばにかけて一時は19.3台を試す軟調な展開となった。その後、石油公社(Pemex)の資金調達や米国による鉄鋼とアルミニウムへの追加関税撤廃、財政改善の取り組み等を手掛かりに反発、再び18.9台まで上昇した。ただ、月末にかけては成長鈍化や米国の追加関税方針が嫌気され19.6台まで急落した。
- 米中協議の不調は、最大の輸出先である米国経済の下押し要因となる。他方、米中対立はサプライチェーンの見直しを迫っており、同国は米国向けの輸出拠点となりうる。この点、17日に米国がメキシコとカナダの鉄鋼・アルミニウム製品への追加関税撤廃を発表、北米の新貿易協定(USMCA)批准への障害がひとつ取り除かれたことは好材料だった。しかし、米国が30日に移民問題を理由にメキシコ製品への追加関税適用方針を表明、市場には失望感が漂う。
- 投資については、政府のエネルギー政策も懸念材料となる。政府は9日、国家石油精製計画に基づき新製油所建設の入札を実施。しかし、政府の予定範囲での応札はなく、政府管理にするとした。民間投資を退け、採算性に疑義があるプロジェクトを事実上Pemexが引き継ぐもようだ。同時にこれは財政負担増大リスクを意味する。同社の新規資金調達が好感される所以ともいえる。
- なお、1～3月期実質GDP(確報)は前期比▲0.2と3四半期ぶりのマイナス、前年比では+1.2%となった。4月分の経済指標では、製造業・非製造業ともにPMIが改善したが消費者信頼感低下。失業率は低下も賃金伸び率は鈍化とまちまちの状況だ。メキシコ中央銀行(Banxico)の4月エコノミストサーベイによれば、2019年の実質GDP見通しは前年比+1.52%(平均)にとどまる。
- 市場で織り込み済みとみられる利下げ期待が剥落しうる点にも注意したい。9日に発表された4月CPIは前年比+4.41%と3月(同+4.00%)から加速、Banxicoのインフレ目標範囲(3%±1%)を上抜けた。コアベースでも加速(4月:同+3.87%←3月:同+3.55%)した。Banxicoは16日、政策金利を8.25%に据え置いたものの、上方向のインフレリスクへの警戒感を維持している。
- かかる状況下、MXNは年内19.0～20.0のレンジ推移を想定する。当面は、高水準にある投機筋のMXNの買いポジションの巻き戻し等が警戒される。もっとも、政府はインフォーマルセクターの徴税強化に乗り出す等、財政面のリスク抑制にも動いている。メキシコ国債は投資適格級でありながら実質金利は依然魅力的で、底堅い投資需要がMXNの調整ペースを和らげると考える。

図表 25: メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2019年 1～5月（実績）	SPOT	2019年 6月	9月	12月	2020年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 6.9219	6.9049	6.90	6.85	6.80	6.78	6.75
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8383	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー	(INR)	68.349 ~ 71.825	69.443	70.8	69.5	68.5	68.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14528	14269	14300	14400	14200	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1196.67	1182.16	1190	1180	1170	1150	1130
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ~ 4.2028	4.1820	4.25	4.18	4.12	4.08	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	51.617 ~ 53.025	52.029	52.8	53.0	53.2	53.0	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3837	1.3715	1.37	1.39	1.36	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 31.641	31.466	31.50	31.40	31.30	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	31.48	32.0	31.8	31.5	31.0	30.9
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23422	23397	23450	23600	23550	23400	23350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.5713 ~ 69.8032	65.5112	65.00	67.00	69.00	68.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.8934	14.5914	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 6.2457	5.8486	6.20	6.50	6.80	7.00	6.80
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	3.6376 ~ 4.1208	3.9229	3.90	3.85	3.80	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 19.8279	19.6445	19.40	19.50	19.60	19.70	19.80
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.764	15.680	15.65	15.62	15.29	15.20	14.81
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.332	13.813	13.78	13.67	13.30	13.19	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.631	1.559	1.53	1.54	1.52	1.51	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.760	0.755	0.743	0.732	0.746	0.725
韓国ウォン	(100KRW)	9.047 ~ 9.970	9.160	9.08	9.07	8.89	8.96	8.85
マレーシアリングギ	(MYR)	25.772 ~ 27.507	25.886	25.41	25.60	25.24	25.25	24.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.168	2.080	2.05	2.02	1.95	1.94	1.89
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.87	78.94	78.83	76.98	76.47	76.87	75.19
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.641	3.441	3.43	3.41	3.32	3.31	3.24
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.439	3.38	3.36	3.30	3.32	3.24
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4839	0.4628	0.46	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.758	1.653	1.66	1.60	1.51	1.51	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.420	7.66	7.33	6.93	6.96	6.90
トルコリラ	(TRY)	17.513 ~ 21.187	18.507	17.42	16.46	15.29	14.71	14.71
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	26.677 ~ 30.075	27.597	27.69	27.79	27.37	27.11	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.977	5.511	5.57	5.49	5.31	5.23	5.05

注:1.実績の欄は 2019 年 5 月 31 日まで。SPOT は 6 月 3 日の 15 時 30 分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(5 月 31 日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。